

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

PAULO HENRIQUE ANDREOLI

NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E COMPORTA-
MENTO DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL EM PERÍODOS DE ESTABILIDADE E
CRISE ECONÔMICA

SÃO PAULO
2018

PAULO HENRIQUE ANDREOLI

NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E COMPORTAMENTO DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL EM PERÍODOS DE ESTABILIDADE E CRISE ECONÔMICA

Trabalho Aplicado apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão para a Competitividade.

Linha de pesquisa: Finanças e Controladoria

Orientadora: Profa. Dra. Edilene Santana Santos

SÃO PAULO
2018

Andreoli, Paulo Henrique.

Nível de transparência da remuneração executiva e comportamento da remuneração variável em períodos de estabilidade e crise econômica / Paulo Henrique Andreoli. - 2018.

45 f.

Orientador: Edilene Santana Santos

Dissertação (MPGC) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Executivos – Salários, etc.. 2. Governança corporativa. 3. Sistema de remuneração salariais. I. Santos, Edilene Santana. II. Dissertação (MPGC) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 65.012.432

PAULO HENRIQUE ANDREOLI

NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E COMPORTAMENTO DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL EM PERÍODOS DE ESTABILIDADE E CRISE ECONÔMICA

Trabalho Aplicado apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão para a Competitividade.

Linha de pesquisa: Finanças e Controladoria

Orientadora: Profa. Dra. Edilene Santana Santos

Data de aprovação: 18/07/2018.

Banca Examinadora:

Profa. Dra. Edilene Santana Santos
(Orientadora)
FGV-EAESP

Profa. Dra. Cláudia Emiko Yoshinaga
FGV-EAESP

Profa. Dra. Laura Calixto
UNIFESP

Ao meu pai Vanderlei, por me mostrar o caminho do que é correto, da honestidade, da ética e do trabalho; à minha mãe Yukino (in memoriam), que sempre torceu por mim e que me olha de algum lugar.

À minha pequena filha Nicole, que mesmo sem entender bem os motivos, soube privar-se de momentos de nosso convívio e aceitar alguns períodos da minha ausência.

AGRADECIMENTOS

À toda minha família, pelo apoio e torcida.

Aos professores da FGV pela dedicação e conhecimento compartilhado.

À minha professora e orientadora, Professora Dra. Edilene Santana Santos, por ter me acolhido como orientado, pela confiança, e imensa dedicação.

Aos todos os meus colegas de turma, pela convivência nas longas horas de estudo, pelo companheirismo e aprendizado.

Ao meu irmão Flávio Ricardo Andreoli e minha colega Flávia Furtado Pessoa de Mendonça pelo suporte nos ajustes finais do meu trabalho.

Ao Sherman, pela companhia durante todas as fases do meu projeto.

Aos demais amigos e colegas, pelo incentivo e apoio.

RESUMO

Ao mesmo tempo que estudos sobre modelos de remuneração executiva que alinhem os interesses de acionistas e administradores são crescentes no Brasil, as boas práticas de governança corporativa sugerem uma maior transparência na divulgação da remuneração dos executivos ao mercado.

Este trabalho objetivou primariamente analisar o nível de transparência na divulgação da remuneração executiva em momentos distintos da economia brasileira, em período de estabilidade e de crise econômica e adicionalmente, com base nos dados levantados, compreender a proporção da remuneração variável nos diferentes períodos, imaginando observar se a parcela de remuneração variável paga aos administradores seria menor no período de maior dificuldade econômica.

Para uma melhor análise comparativa, selecionamos três segmentos relevantes e distintos, incluindo setores regulados e não regulados, sendo eles os segmentos de alimentos, de bancos e de energia elétrica. Com base nos principais indicadores econômicos, selecionamos os anos de 2012 e 2015, onde consideramos o ano de 2012 um ano de estabilidade econômica no Brasil e o ano de 2015, ano de crise.

Os resultados indicaram que mesmo em 2015, alguns segmentos analisados apresentaram boas performances em seus resultados, em comparação a 2012. O eventual declínio nos níveis de divulgação da remuneração executiva, que poderiam ser esperados, mostraram-se bastante estáveis para ambos os anos.

Mesmo com resultados adversos entre os segmentos em 2015, foi possível observar que a remuneração variável de curto prazo deixou de ser utilizada como ferramenta de remuneração por parte das empresas no segundo ano analisado. Uma certa migração da remuneração variável de curto prazo para a remuneração baseada em ações foi constatada, com aumento expressivo nos valores médios pagos através desse tipo de incentivo em dois dos três segmentos analisados.

O comportamento observado ilustra vários estudos sobre o assunto e as boas práticas de governança corporativa ao mostrar a busca pelo alinhamento dos interesses dos acionistas e gestores e balanceamento de metas entre curto e longo prazos, principalmente em época de maior dificuldade econômica.

Palavras-chave: governança corporativa, transparência, divulgação da remuneração executiva.

ABSTRACT

While studies on executive compensation models that align the interests of shareholders and managers are increasing in Brazil, good corporate governance practices suggest greater transparency in the disclosure of executive compensation to the stakeholders.

This paper aimed primarily at analyzing the level of transparency in the disclosure of executive remuneration at different moments of the Brazilian economy, in a period of stability and economic crisis and additionally, based on the data collected, understand the proportion of variable remuneration in different periods, figuring to observe if the variable remuneration paid to managers would be lower in the period of greatest economic difficulty.

For a better comparative analysis, we selected three relevant, distinct, regulated and unregulated segments, such as food, banking and electric energy. Based on the main economic indicators, we selected the years 2012 and 2015, where we consider 2012 a year of economic stability in Brazil and 2015, a year of crisis.

The results indicated that even in 2015, some segments analyzed showed a good performance in their results compared to 2012. The eventual decline in levels of disclosure of executive compensation, which could be expected, proved to be quite stable for both years.

Even with adverse results among the segments in 2015, it was possible to observe that short-term variable compensation was no longer used as a remuneration by some companies in the second year analyzed. A certain migration from short-term variable compensation to share-based compensation was observed, and a significant increase in the average values paid through this type of incentive in two of the three segments analyzed.

The observed behavior illustrates several studies on the subject and the good practices of corporate governance in showing the search for the alignment of the interests of the shareholders and managers and balance of goals between short and long term, especially in times of greater economic difficulty.

Keywords: corporate governance, transparency, disclosure of executive compensation.

ÍNDICE DE FIGURAS

Tabela 1 – Descrição da Amostra.....	25
Tabela 2 - Taxa Composta Anual de Crescimento (CACR) da Receita Líquida, do Lucro Operacional, do Preço da Ação e Variação na Margem Operacional por Segmento de 2012 para 2015	28
Tabela 3 - Segmentos que Melhoraram e Pioraram seus Níveis de Divulgação.....	29
Tabela 4 - Média do Percentual de Divulgação no Formulário de Referência – geral e por segmento.....	30
Tabela 5 - Nível de Divulgação por Questão	33
Tabela 6 - Variação na Média das Remunerações e no Número de Empresas por Tipo de Remuneração	36
Tabela 7 - Média das Remunerações pagas por órgão entre as Empresas que Melhoraram e Pioraram o Lucro Operacional.....	39

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. REVISÃO DE LITERATURA	12
2.1. Remuneração de Executivos, Teoria da Agência e Governança Corporativa	12
2.2. Remuneração de Executivos como Incentivo.....	13
2.3. Relação entre Remuneração de Executivos e Performance da Empresa	15
2.4. Assimetria da Informação e Transparência da Informação sobre Remuneração de Executivos	18
3. METODOLOGIA	21
3.1. Amostra e Dados	21
3.2. Apuração do Nível de Transparência na Divulgação da Remuneração dos Executivos.....	22
3.3. Apuração da Remuneração de Executivos	23
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	24
4.1. Descrição da Amostra.....	24
4.2. Descrição do Efeito das Mudanças na Conjuntura Econômica nos Segmentos Analisados	25
4.3. Desempenho dos Segmentos Analisados em 2012 <i>versus</i> 2015.....	28
4.4. Nível de Transparência da Remuneração Executiva em 2012 <i>versus</i> 2015	29
4.5. Comportamento da Remuneração Variável em Períodos de Estabilidade e de Crise Econômica.....	35
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	40
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	43
ANEXO.....	46

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho objetivou comparar o nível de transparência na divulgação da remuneração executiva em um ano de estabilidade e em um período de crise na economia brasileira. Adicionalmente, estudamos o comportamento da remuneração variável para ambos os anos, para três segmentos de companhias de capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Embora existam vários estudos internacionais sobre governança corporativa e remuneração executiva, no Brasil o número de estudos é muito reduzido quando trata o tema de transparência na divulgação da remuneração executiva.

Nos últimos anos, o tema de remuneração executiva e transparência tem chamado grande atenção do mercado e de seus órgãos reguladores. Boas práticas de governança corporativa sugerem uma maior transparência aos investidores sobre políticas e modelos de remuneração de executivos. A postura ética e transparente nunca foi antes tratada com tamanha relevância. Inúmeros fóruns promovidos por órgãos e instituições associam o tema da transparência como fator chave de importância à competitividade e também no combate à corrupção.

Em virtude dos conhecidos escândalos corporativos de empresas internacionais, dentre eles os casos Enron e Worldcom, órgãos reguladores dos Estados Unidos aprimoraram em 2002, na forma da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), vários mecanismos para aprimorar controles e dar confiabilidade às informações prestadas pelas companhias, incluindo o aumento da responsabilidade dos administradores, criação de comitês e maior transparência na divulgação de informações financeiras e da remuneração executiva das empresas de capital aberto. A SOX teve impacto em companhias estrangeiras de todo o mundo, pois suas diretrizes se tornaram obrigatórias para as empresas com ações negociadas nos Estados Unidos. O mercado de capitais americano é o que possui o maior volume negociado e o maior número de empresas de capital aberto no mundo, e por isso, muitas de suas práticas de governança corporativa servem de modelo para outros países.

Em outubro de 2004, órgãos reguladores dos países da União Europeia recomendaram que as empresas de capital aberto dos países membros divulgassem suas políticas de remuneração executiva e as detalhassem, seguindo regulamentações obrigatórias específicas de cada país membro.

No Brasil, em dezembro de 2008, com o objetivo de aumentar a transparência na divulgação de informações aos investidores, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, através da Deliberação 560/2008, dispôs sobre a obrigatoriedade de divulgação de transações com partes relacionadas, exigindo também detalhes sobre a divulgação da remuneração total do pessoal chave da administração e para cada uma das categorias: benefícios de curto prazo, benefícios pós-emprego, outros benefícios de longo prazo, benefícios de rescisão de contrato de trabalho e remuneração baseada em ações.

Apenas em caráter ilustrativo neste trabalho sobre a crescente importância da transparência nos últimos anos, a transparência já é uma regra inclusive na administração pública. A Lei Complementar 131, de 27 de maio de 2009, sancionada pelo ex-presidente Lula é conhecida como Lei da Transparência ou Lei Capiberibe. A referida lei obrigou União, Estados e Municípios a divulgarem seus gastos, incluindo os salários dos seus servidores (BRASIL, 2009).

No mesmo ano de 2009, objetivando a transparência na divulgação de informações e o aumento da confiança dos investidores, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da instrução CVM 480/09, instituiu a obrigatoriedade de incluir em seus formulários de referência, informações mais detalhadas sobre a remuneração de executivos e conselheiros.

CVM (2017) posteriormente incorporou a instrução CVM 586/17 à instrução CVM 480/09, obrigando as empresas a divulgarem informações sobre a aplicação das práticas de governança corporativa previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas. Nosso estudo contemplou companhias de capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) para três segmentos relevantes e distintos, sendo eles os segmentos de alimentos, de bancos e de energia elétrica.

O estudo compreendeu os anos de 2012 e 2015, onde consideramos o ano de 2012 um ano de estabilidade econômica no Brasil e o ano de 2015 como um ano de crise econômica.

Este trabalho tem como objetivo analisar se mesmo com os requisitos introduzidos pela instrução CVM 480/09 que obriga a divulgação detalhada da remuneração executiva através dos formulários de referência, se o grau de divulgação da remuneração dos executivos seria diferente nos períodos distintos da economia, imaginando inclusive a possibilidade de redução nos níveis de divulgação em ano de maior dificuldade econômica. Adicionalmente, com base nos dados levantados de remuneração, a análise permite verificar se a parcela de remuneração variável

paga aos administradores é menor no período de crise. Acreditamos que a transparência e alternativas que alinhem a remuneração com a performance da empresa pode se tornar um grande diferencial de competitividade entre as empresas, através da avaliação positiva pelo mercado e maior credibilidade junto aos investidores.

A motivação por este trabalho vem da importância do assunto no mundo corporativo e acadêmico, o número muito reduzido de estudos relacionados sobre o grau de transparência das empresas na divulgação da remuneração dos executivos. Não tivemos conhecimento de pesquisas anteriores sobre transparência da remuneração executiva que considerasse momentos adversos da economia brasileira.

A dissertação foi organizada em 5 capítulos. O primeiro capítulo traz a introdução do trabalho. No segundo capítulo é exposta a revisão da literatura, o terceiro capítulo demonstra a metodologia utilizada no estudo. O quarto capítulo traz a análise dos resultados observados e o quinto capítulo apresenta considerações finais. A seguir são apresentadas as referências bibliográficas e, por fim a lista das empresas analisadas, incluindo sua receita líquida e remuneração total em valores nominais, constam como Anexo.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Remuneração de Executivos, Teoria da Agência e Governança Corporativa

A maioria dos estudos sobre remuneração executiva faz menção à teoria de agência, ou seja, ao conflito de agência entre acionistas (principais) e os gestores ou administradores (agentes) da organização.

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um acordo em que o acionista (principal) delega a outra pessoa (agente ou gestor), a função de atuar em seu lugar mediante a delegação de autoridade e defesa de seus interesses. Os autores alegam que, se ambas as partes desse relacionamento atuarem de forma a maximizar seus próprios objetivos, haverá grande chance de que o agente venha a atuar de forma desalinhada aos interesses do acionista. Dessa forma, é comum que os acionistas criem mecanismos de monitoramento e controle que incentivem a busca de oportunidades de negócio pelos gestores e, ao mesmo tempo, evite que riscos

excessivos sejam assumidos por eles, dentre os quais o sistema de remuneração de executivos se destaca como um dos principais.

Dessa ideia de necessidade de criação de mecanismos de monitoramento e controle que proporcionem o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores surge o conceito de governança corporativa, assim definido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC):

É o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre sócios, conselhos de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (IBGC, 2018, website).

Em uma pesquisa recente, Santos e Silva (2017) analisam 54 estudos nacionais e internacionais acerca do tema de remuneração executiva no período de 2006 a 2016 e observam que a maior parte dos estudos da última década são internacionais e com maior ênfase na relação entre remuneração executiva, desempenho desses executivos e das organizações, fazendo referência na maioria dos casos à teoria da agência, mitigação de conflitos e alinhamento de interesses entre acionistas e administradores. Os autores concluem seu estudo incentivando o aumento de artigos nacionais sobre o tema de remuneração executiva, já que observam que poucos são os periódicos nacionais que efetuaram mais de uma publicação sobre o tema de remuneração executiva.

2.2. Remuneração de Executivos como Incentivo

Baker, Jensen e Murphy (1988) citam a estrutura interna de incentivos e principalmente as políticas de remuneração como de vital importância, uma vez que elas determinam como os indivíduos se comportam nas organizações.

Em um estudo mais recente, Jensen e Murphy (2010), ressaltam que a política de compensação é fator de extrema importância no sucesso da organização, já que, além de moldar o comportamento dos altos executivos, ajuda a determinar o tipo de executivos que a organização atrai. Os autores também argumentam que o desenho do pacote de remuneração é tão importante quanto o seu valor, defendendo que um forte elo na relação entre acionistas e administradores deve existir, feito pela quantidade de ações detidas por esses administradores.

Como lembram Lins e Malvessi (2017), acionistas buscam maximizar retorno para seu capital investido e se importam com uma geração de resultados sustentáveis, ou seja, que apresente crescimento, rentabilidade, ética e que possibilite aumento do valor da empresa no longo prazo. Agentes, por outro lado, podem possuir interesses distintos e nem sempre muito alinhados aos objetivos do acionista. Nessa relação, uma troca é estabelecida através de recompensas monetárias e não monetárias, na qual também se dá a percepção de utilidade de um em relação ao outro.

Popović, Kuzmanovic e Gusavac (2012) comentam que a utilidade do agente, percebida por ele próprio, depende de sua remuneração e esforço dedicado à relação; já pelo acionista, é percebida pela compensação paga ao agente e também por quanto o resultado de trabalho do agente é relevante para ele.

Nesse sentido, é possível inferir que um pacote de remuneração abaixo do mercado não motive suficientemente um executivo, porém um alto salário fixo também poderá não motivar, deixando-o sem o apetite necessário para a busca de novas oportunidades e pouco motivá-lo a riscos.

Críticas também são observadas em estudos sobre a remuneração baseada em ações, argumentando que tal incentivo pode levar ao gerenciamento de resultados (BENMELECH *et al.*, 2010). De acordo com os autores, a remuneração baseada em ações incentiva a busca por oportunidades de investimentos; porém, em caso de declínio nas expectativas de resultados futuros, a tentativa de recuperação de resultados pode ocasionar gastos excessivos e consumo de caixa, retardando a divulgação da informação de declínio nas expectativas dos projetos, com o objetivo de adiar seu reflexo na queda nos preços das ações. Sun (2012) também alega que contratos de remuneração executiva podem servir de incentivo para o gerenciamento de resultados se a remuneração estiver fortemente vinculada ao desempenho.

Core e Guay (2015) questionam a determinação dos modelos e montantes dos pacotes de remuneração e argumentam que contratos devem variar de caso para caso, levando em conta a riqueza externa dos administradores, considerando que um executivo que possui fortuna menor busca prioritariamente uma remuneração maior de curto prazo. De outro lado, se o contrato impuser um nível maior de incentivos de longo prazo e pouca remuneração de curto prazo, os executivos podem optar por buscar outra atribuição externa ou agirão conservadoramente para reduzir o risco da empresa.

Para Jensen e Murphy (2010), embora a remuneração baseada em ações represente um mecanismo de alinhamento de metas de longo prazo entre agentes e administradores, os conselhos de administração ignoram a posse de ações detidas pelos administradores em épocas de crise e justificam até fazer sentido um aumento da remuneração salarial como forma de retenção, servindo de amortecedor financeiro pelas perdas no valor de suas ações.

Abernethy, Bouwens e Lent (2013) abordam o problema de escolha intertemporal na determinação de metas e incentivos de curto e longo prazos e também na escolha de índices de desempenho contábil e não financeiros, já que decisões que beneficiam a empresa no longo prazo acabam por prejudicar objetivos de curto prazo, como a liquidez da empresa, o pagamento de dividendos e o atingimento de metas de lucro. Os autores citam a importância de algum equilíbrio entre metas contábeis e não financeiras, porém destacam que, além de índices contábeis também incorporarem os custos de capital, eles acabam por atrair maior atenção dos gestores e devem continuar desempenhando importância relevante na medição de desempenho e redação de contratos de remuneração executiva.

Oliva e Albuquerque (2007) analisam o alinhamento entre os sistemas de remuneração executiva e de conselheiros com a estrutura de governança corporativa no Brasil, verificando se as práticas adotadas estavam alinhadas com as boas práticas de governança corporativa sob o aspecto de independência na definição de salários, eventuais excessos nas remunerações e acompanhamento de resultados. Os autores observam uma tendência na expansão da remuneração variável dos administradores no Brasil, exigindo um aperfeiçoamento maior nos mecanismos de controle e adoção de códigos de conduta e ética.

2.3. Relação entre Remuneração de Executivos e Performance da Empresa

Como notam Santos e Silva (2017), grande parte da literatura sobre remuneração de executivos busca verificar se há relação entre essa remuneração e a performance da empresa. A grande maioria desses estudos têm mostrado haver relação positiva entre essas variáveis, já que, de forma geral, os salários mais atrativos atraem profissionais mais capacitados.

Murphy (1985) realiza estudo com 500 executivos de 73 grandes empresas manufatureiras nos EUA entre 1964 e 1981 e reexamina a relação entre desempenho da empresa e pagamento dos

executivos. O referido estudo busca eliminar qualquer efeito de valorização das ações detidas anteriormente pelos administradores, considerando apenas a remuneração recebida no ano corrente em que o desempenho é medido. O estudo conclui que o desempenho corporativo medido pela taxa de retorno realizada pelos acionistas é fortemente relacionado à remuneração.

Baker, Jensen e Murphy (1988) citam a relação positiva entre remuneração e performance, mencionado também que empresas maiores podem empregar executivos mais bem qualificados e melhor remunerados. Ainda de acordo com os autores, os salários do CEO podem aumentar de acordo com o aumento no tamanho da empresa.

Também no Brasil, vários estudos têm se dedicado a analisar a questão da relação entre a remuneração de executivos e a performance das empresas.

Oyadomari et al. (2009) utilizam 21 empresas de grande porte entre os 200 maiores grupos econômicos do Brasil e analisam como as práticas de remuneração variável se associam as metas organizacionais e a influências das metas de desempenho no comportamento dos gestores. Os resultados sugerem que a remuneração variável com base nas metas individuais está associada ao alcance das metas organizacionais. Concluem adicionalmente que as práticas de remuneração acabam por moldar o comportamento dos gestores e uma forma de alinhar interesses dos acionistas e gestores é o alinhamento das metas individuais com as metas corporativas.

Vasconcelos e Monte (2013) analisam 179 empresas de capital aberto, objetivando investigar a relação entre remuneração executiva e desempenho das empresas através de 7 indicadores financeiros e de mercado e concluem que apenas os indicadores financeiros de retorno sobre os ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), além do indicador de mercado dividendos por ação (DPA) mostraram relação significativa com a remuneração executiva.

Na mesma linha, Krauter (2013) utiliza dados secundários de 82 empresas não financeiras e investiga a relação entre remuneração executiva e desempenho financeiro através dos indicadores de crescimento das vendas, retorno sobre os ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) para os anos de 2008 e 2009 e constata a existência da associação entre remuneração financeira e desempenho financeiro através do retorno sobre os ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

Guimarães e Peixoto (2015) analisam a influência da compensação dos gestores no retorno sobre os ativos e no valor de mercado das empresas brasileiras não financeiras listadas na

BM&FBovespa entre 2009 e 2013, e concluem que as empresas que oferecem maiores remunerações aos seus gestores tendem a apresentar melhor desempenho contábil e maior valor de mercado.

Em um estudo recente com 333 empresas brasileiras entre 2011 e 2015, Aguiar e Pimentel (2017) concluem que a remuneração de curto prazo está positivamente relacionada com o desempenho de curto prazo e, para longo prazo, essa relação é apenas parcialmente positiva, argumentando que o balanceamento de cada componente de remuneração pode ser melhor revisito, visando um melhor equilíbrio entre remuneração e desempenho desejados. Também Degenhart, Martins e Hein (2017) concluem haver uma relação significativa e positiva entre desempenho da empresa medido pelo retorno sobre os ativos (ROA) e a remuneração executiva fixa, variável e total, através de seu estudo que compreendeu as empresas que apresentaram as variáveis necessárias para teste entre o período de 2011 a 2015.

Alguns estudos abordam essa questão nas empresas financeiras. Fernandes e Mazzioni (2015) encontram uma correlação positiva, indicando que a remuneração variável e contratos bem definidos exercem papel fundamental no alinhamento de interesses entre acionistas e agentes, reduzindo os conflitos de agência. Fernandes e Mazzioni (2015) estudam a remuneração fixa e variável dos diferentes órgãos da administração de 41 empresas de capital aberto do segmento financeiro e suas correlações com as medidas de desempenho contábil e de mercado. Concluem que a remuneração variável indica correlação positiva com os desempenhos contábeis e de mercado e este fato se dá quando se considera a remuneração executiva dos órgãos da diretoria executiva e conselho de administração, enquanto que a remuneração executiva do conselho fiscal, que não inclui parcela variável, por si só ou combinada com a remuneração do órgão do conselho de administração não apresentam correlações positivas com os desempenhos contábeis ou de mercado.

Em direção contrária, Alves e Krauter (2014) efetuam estudo da contribuição da remuneração executiva para a performance das organizações no setor químico no período compreendido entre 2007 a 2011, não observando relação positiva entre remuneração e performance das empresas. De forma interessante, entre as hipóteses levantadas para compreensão dos resultados encontrados, concluiu-se que o sistema de remuneração utilizado pelas empresas não possibilitava um adequado alinhamento dos interesses entre acionistas e gestores.

Já Beuren, Silva e Mazzioni (2014), em um estudo com 219 empresas brasileiras não financeiras com dados de 2009 a 2011, concluem haver relação entre a remuneração executiva e indicadores de mercado, porém a relação entre a remuneração e os indicadores financeiros apresentou-se negativa. Adicionalmente, em outra hipótese, os autores testam a relação entre a remuneração executiva por meio de opções de ações e o desempenho da empresa, concluindo haver uma relação positiva entre essa forma de remuneração e desempenho de mercado das empresas. Por fim, analisam se a remuneração executiva total possui relação positiva com o tamanho da empresa através do volume de ativos e concluem não apresentarem essa relação.

Considerando a importância de um modelo de incentivo que alinhe crescimento, rentabilidade e ética com criação de valor para a sociedade, Lins e Malvessi (2017) realizam a 3ª edição de seu estudo, que relaciona os modelos de remuneração executiva com a geração de valor das empresas entre 2010 e 2015, concluindo que, de forma geral, a remuneração executiva e o crescimento caminham juntos, mas nem sempre a rentabilidade ou geração de valor ao acionista acompanham esse crescimento, podendo até destruir valor.

Em virtude das exigências da lei Sarbanes-Oxley estarem mais difundidas no campo da governança corporativa nos Estados Unidos, é possível observar a relação existente entre a remuneração executiva e a conformidade dos controles internos, tendo esse maior impacto na principal função financeira da companhia. Paletta e Alimehmeti (2018) realizam estudo com 1.593 empresas de capital aberto nos EUA e 15.606 executivos no período de 2002 a 2010 e concluem que a eficácia dos controles internos tem peso relevante na remuneração variável do executivo financeiro. Os autores concluem ainda que a remuneração executiva média dos Diretores Financeiros (CFO) é menor em empresas com controles internos efetivos, já que a efetividade dos controles internos é fator mitigador do risco pessoal desses executivos, uma vez que estes atestam juntamente com os Diretores-Presidentes (CEO) a eficácia do ambiente de controle.

2.4. Assimetria da Informação e Transparência da Informação sobre Remuneração de Executivos

Também emerge da relação entre o principal e agente o tema da assimetria da informação, pelo qual o agente, na atribuição de suas funções detém mais informações e em maior nível de profundidade que o principal, levando vantagem nessa relação. Akerlof (1970) aborda a assimetria

da informação em um dos mais citados estudos a respeito do tema, no qual utiliza o exemplo do mercado de carros usados, argumentando que os vendedores de carros possuem mais conhecimento sobre a qualidade dos carros que estão vendendo que os compradores e que, embora o mesmo preço fosse praticado, seria impossível para o comprador diferenciar o carro melhor do pior.

Com isso, um dos aspectos importantes discutidos no campo da governança corporativa diz respeito à transparência ou divulgação de informações ao mercado. Uma maior transparência na divulgação da remuneração executiva é uma das exigências impostas pela Instrução CVM 480/09, cuja análise é objeto de nossa pesquisa.

Embora a transparência da informação possa ser considerada um diferencial de competitividade entre as empresas, possibilitando uma maior credibilidade junto aos investidores, a divulgação das altas remunerações de executivos pode ocasionar inúmeros questionamentos.

De acordo com Jensen e Murphy (2010), eventuais protestos do meio externo, vindos da imprensa, sindicatos ou figuras políticas, contra as altas remunerações executivas são prejudiciais. Para os autores, aumentos de remuneração impulsionados pelo melhor desempenho das empresas não representariam uma transferência de riqueza dos acionistas para os executivos e sim a compensação justa por maior risco, esforço e habilidade dos gestores.

Um exemplo desse receio sobre a divulgação da remuneração de executivos pode ser visto no Brasil, quando uma maior transparência na divulgação da remuneração executiva tornou-se obrigatória, através da Instrução CVM 480/09. Uma batalha jurídica contra essa divulgação teve início e uma liminar foi concedida em 2010 ao Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro (IBEF-RJ), suspendendo aos seus associados a obrigatoriedade da divulgação detalhada do item 13.11 do Formulário de Referência, sobre a remuneração máxima, mínima e média dos órgãos da administração.

O IBGC (2018), em sua pesquisa de remuneração dos administradores, efetuou o acompanhamento do uso da referida liminar e, ao comparar seu estudo anterior, do período de 2012 e 2013, com o estudo atualizado elaborado para o ano de 2016, concluiu haver um aumento discreto de adesão de empresas ao uso da liminar.

Ao término do mês de maio de 2018, a referida liminar foi derrubada pelo Tribunal Federal da 2ª Região (TRF-2). Posteriormente, a CVM, através de seu ofício circular nº 04/2018, de 13 de

junho de 2018, instruiu sobre o prazo de 25 de junho de 2018 para a reapresentação dos formulários de referência, com os detalhamentos das remunerações exigidas no item 13.11, sobre a remuneração máxima, mínima e média dos órgãos de administração. Próximo à data de defesa desta dissertação, e dentro do prazo imposto pela CVM, as remunerações detalhadas começaram a ser divulgadas.

Considerando que a transparência na divulgação dos mecanismos de remuneração proporciona uma análise mais assertiva e favorável por parte dos usuários das informações publicadas, possibilitando uma avaliação mais crítica sobre a relação da remuneração paga e retorno aos seus investidores, alguns estudos foram efetuados sobre esse tema no Brasil.

Silva (2010), examinando um período anterior à aplicação das exigências de divulgação da remuneração de executivos pela Instrução CVM 480/09, analisa se as empresas com melhor nível de governança corporativa apresentavam maior transparência na divulgação da remuneração executiva. Seu estudo utiliza empresas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa e também emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs) nos Estados Unidos e conclui que os diferenciais de governança corporativa na BM&FBovespa não se manifestavam através de uma maior transparência na divulgação da remuneração executiva, diferente das empresas emissoras de ADRs, que já se encontravam sob as exigências da lei Sarbanes-Oxley.

Beuren e Silva (2015) analisam a evolução da evidenciação da remuneração variável dos executivos das maiores companhias brasileiras listadas entre os anos de 2008 e 2012. O estudo utilizou os vários relatórios disponíveis, incluindo o formulário de referência a partir do início de sua obrigatoriedade, concluindo que, com as regras mais claras, as empresas aumentam o nível de evidenciação da remuneração variável, principalmente com a utilização dos formulários de referência.

Costa et al. (2016) analisa os motivos e consequências sofridas pelas empresas brasileiras pela opção da não divulgação da remuneração executiva obrigatória. O estudo compreendeu a identificação e análise das empresas que estavam sujeitas e deixaram de divulgar suas remunerações detalhadas no ano de 2010, primeiro ano de obrigatoriedade. Os autores concluem que a criminalidade no estado em que a empresa estava sediada, o nível de remuneração dos seus executivos e os altos custos relacionados com a segurança desses executivos e seus familiares foram decisivos para o não cumprimento, concluindo também haver um certo grau de desconfiança

por parte dos investidores, já que um custo maior de *spread* foi observado nos preços de suas ações.

No entanto, não foi encontrando nenhum estudo sobre a relação entre o nível de divulgação da remuneração de executivos e períodos de estabilidade *versus* de crise econômica, deixando oportunidade para a presente pesquisa.

3. METODOLOGIA

3.1. Amostra e Dados

Nossa amostra objetivou identificar segmentos que possuíssem um número expressivo de empresas abertas no Brasil e que tivessem características distintas, incluindo setores regulados e não regulados. A partir da base de dados Bloomberg, utilizando a classificação setorial GICS - *Global Industry Classification Standard*, inicialmente foram selecionadas todas as empresas brasileiras listadas na Bovespa dos segmentos de alimentos, bancos e energia elétrica (denominados *food products*, *banks* e *electric utilities*, respectivamente, pela classificação GICS), totalizando 60 empresas.

Com o objetivo de considerar momentos diversos da economia brasileira, incluindo um momento de prosperidade econômica e um momento de crise, foram tomados, respectivamente, os anos de 2012 e de 2015. O ano de 2012, foi considerado como sendo de razoável estabilidade econômica, já que embora apresentasse um PIB modesto em relação a anos anteriores (1,9%), os indicadores de inflação IPCA (5,84%), de desemprego (5,5%) e a taxa de juros Selic (7,25%) apresentaram-se positivos ou estáveis. O ano de 2015 foi considerado como ano de crise na economia, considerando o PIB negativo (-3,8%), a inflação acelerada (IPCA de 10,67%), o desemprego em crescimento (6,9%) e taxa de juros Selic elevada (14,25%). (IBGE e BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018, online).

Devido à indisponibilidade de informações comparativas de algumas empresas para os dois anos analisados, causadas por abertura de capital no período ou incorporações por outras empresas, 5 empresas não continham dados suficientes em algum dos anos para as devidas análises comparativas e foram expurgadas da amostra inicial. Dessa forma, a amostra remanescente e

analisada totalizou 55 empresas, sendo 13 empresas do setor de alimentos, 17 bancos e 25 empresas de energia elétrica.

Para maior comparabilidade entre os períodos analisados, as informações relativas ao ano de 2012 foram reajustadas em 24,72%, correspondente à inflação acumulada entre os anos de 2012 e 2015, medida através do IPCA. Exceção é feita apenas no Anexo deste trabalho, o qual demonstra para fins informativos os valores nominais de 2012 da receita líquida e remuneração total.

3.2. Apuração do Nível de Transparência na Divulgação da Remuneração dos Executivos

Para apuração do nível de transparência na divulgação da remuneração executiva, utilizamos os formulários de referência de cada empresa disponibilizados no sítio da BM&FBovespa. Encontramos tais informações no tópico 13-Remuneração dos Administradores, sendo seu detalhamento composto por 16 subitens. Das respostas disponibilizadas pelas empresas, apuramos a proporção de respostas válidas em relação às 16 questões totais.

Consideramos como respostas válidas as informações disponíveis e que estivessem atualizadas de acordo com o respectivo período de competência ou último exercício social encerrado. Dessa forma, não foram consideradas válidas as informações desatualizadas ou a omissão de qualquer informação nos respectivos campos de resposta.

Os 16 subitens requeridos no Formulário de Referência para o tópico 13-Remuneração dos Administradores são:

- 13.1 – Política/prática de remuneração;
- 13.2 – Remuneração total por órgão;
- 13.3 – Remuneração variável;
- 13.4 – Plano de remuneração baseado em ações;
- 13.5 – Participações detidas, por órgão;
- 13.6 – Remuneração baseada em ações;
- 13.7 – Opções em aberto;

- 13.8 – Opções exercidas e ações entregues;
- 13.9 – Precificação das ações/opções;
- 13.10 – Planos de Previdência;
- 13.11 – Remuneração máxima, mínima e média;
- 13.12 – Mecanismos remuneração/indenização;
- 13.13 – Percentual partes relacionadas na remuneração;
- 13.14 – Remuneração – outras funções;
- 13.15 – Remuneração reconhecida – controlador/controlada;
- 13.16 – Outras informações relevantes – remuneração.

Para ambos os anos, avaliamos o número de respostas nos formulários do próprio ano de competência e também disponibilizadas no ano seguinte, já que constatamos que muitas informações não são disponibilizadas no prazo de 5 meses previsto no Art.24 da instrução CVM 480/09.

3.3. Apuração da Remuneração de Executivos

Para análise do nível de remuneração dos executivos em ambos os anos, as informações foram extraídas dos formulários de referência, item 13-Remuneração dos Administradores, subitem 13.2 – Remuneração total por órgão, assim composta:

- Remuneração fixa: Salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, participações em comitês e outros valores fixos;
- Remuneração variável: Bônus, participação de resultados, participação em reuniões, comissões e outros valores variáveis;
- Pós-emprego (Previdência privada);
- Cessação do cargo (Rescisões de contrato de trabalho);
- Baseado em ações (Ações ou remunerações futuras baseadas em ações).

Importante ressaltar que, de acordo com a padronização do formulário de referência, a remuneração variável considera apenas proventos pagos a curto prazo, não integrando em sua totalização os planos de remuneração baseados em ações, os quais são resgatáveis em períodos subsequentes.

Também observamos que o item benefícios pós-emprego, embora não integre a categoria “remuneração fixa” acima, tem característica de remuneração fixa, já que os aportes por parte das empresas patrocinadoras são normalmente acordados como proporção do salário.

A remuneração a título de “cessação de cargo” inclui custos e indenizações rescisórias pelo término de vínculo da relação entre as empresas e os executivos. Embora esses valores representem custos para as empresas, observamos não serem representativos (0,9% e 1,7% da remuneração total) para os anos de 2012 e 2015, respectivamente.

Para analisar o comportamento dos tipos de remuneração, calculamos as médias das remunerações pagas, geral e por segmento, para cada um dos anos analisados. Conforme descrito anteriormente, os valores levantados de remuneração referentes a 2012 foram atualizados em 24,72% (variação do IPCA no período entre 2012 e 2015). Desta forma, os valores médios pagos, apresentados para o ano de 2012, contemplam essa atualização.

Durante o levantamento dos dados, para melhor interpretação e confirmação das informações em caso de dúvidas, algumas fontes públicas e seguras foram utilizadas, como as demonstrações financeiras auditadas e suas notas explicativas e outros relatórios financeiros disponíveis ao mercado.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Descrição da Amostra

Para uma compreensão inicial sobre as 55 empresas selecionadas em nossa amostra, a Tabela 1 descreve os totais de receita líquida e remuneração total para cada um dos segmentos para os anos de 2012 e 2015, bem como a descrição dos dados da amostra, visando compreender as medidas de variabilidade e dispersão dos dados obtidos.

Tabela 1 – Descrição da Amostra

	Alimentos		Bancos		Energia Elétrica		Total	
	2012	2015	2012	2015	2012	2015	2012	2015
Nº empresas	13	13	17	17	25	25	55	55
Receita líquida (\$)								
Total	166.467.588	235.206.053	576.961.939	704.470.832	160.398.421	181.358.519	903.827.948	1.121.035.404
Média	12.805.199	18.092.773	33.938.938	41.439.461	6.415.937	7.254.341	16.433.235	20.382.462
Mediana	1.395.296	1.761.581	3.093.827	3.967.415	3.609.048	4.575.630	3.093.827	3.967.415
Desvio padrão	26.657.594	44.558.439	60.329.577	75.544.454	8.814.960	7.984.059	37.642.655	48.796.889
Mínima	61.507	37.352	420.678	1.343	35.223	27.417	35.223	1.343
Máxima	94.408.937	162.914.526	175.581.911	213.816.769	41.965.868	32.588.838	175.581.911	213.816.769
Remuneração total (\$)								
Total	160.597	200.409	1.500.427	1.334.153	192.082	208.817	1.853.106	1.743.379
Média	12.354	15.416	88.260	78.480	7.683	8.353	33.693	31.698
Mediana	6.992	9.413	14.828	15.830	8.045	8.350	8.461	8.698
Desvio padrão	15.239	20.955	179.923	139.186	5.608	5.740	104.965	82.809
Mínima	285	137	2.377	2.289	59	56	59	56
Máxima	58.105	80.231	694.414	484.789	20.748	21.541	694.414	484.789
Rem.total s/receita (%)	0,10%	0,09%	0,26%	0,19%	0,12%	0,12%	0,21%	0,16%

Fonte: Elaboração própria

Nota: \$ = valores em R\$ 1.000. Os valores de receita líquida e remuneração total do ano de 2012 foram atualizadas em 24,72%, variação do IPCA entre 2012 e 2015.

4.2. Descrição do Efeito das Mudanças na Conjuntura Econômica nos Segmentos Analisados

Primeiramente, precisamos destacar que nosso trabalho objetivou comparar o nível de transparência na divulgação da remuneração de executivos e o comportamento da remuneração variável em anos de estabilidade econômica e de crise, respectivamente, os anos de 2012 e 2015, assim considerados com base nos indicadores já mencionados.

No entanto, uma análise do desempenho dos 3 segmentos selecionados (Tabela 2) mostrou que, apesar de o ano de 2015 ter sido caracterizado como de crise, para alguns segmentos da economia, concluímos que o ano de 2015 não trouxe obrigatoriamente um impacto desfavorável em proporções que tornassem suas performances financeiras inferiores ao ano de 2012, o que pode ter influenciado os resultados deste estudo. Alguns fatores adicionais aplicáveis a cada segmento, ou oriundos de regulações específicas, além da crise, são úteis para a compreensão dos resultados apresentados, conforme abaixo:

Alimentos: O segmento de alimentos é considerado o mais diversificado entre os segmentos analisados, composto por empresas agrícolas, sujeitas a variações em preços de suas *commodities*, empresas produtoras de frutas “*in natura*” e processadas e grandes corporações processadoras de alimentos, conhecidas pela internacionalização de suas marcas em diferentes mercados. Adicionalmente, as empresas do segmento alimentício são conhecidamente menos suscetíveis aos efeitos da crise, pela característica de operarem com produtos necessários à sobrevivência em todas as classes sociais. Citamos a BRF S.A. e JBS S.A. como gigantes deste segmento, vide Anexo. O segmento de alimentos foi o que demonstrou melhor performance em 2015, comparado a 2012 entre os segmentos analisados. Embora o preço médio das ações das empresas desse segmento não tenha apresentado valorização positiva, (CAGR negativo de -3,3%) entre 2012 e 2015, foi o que apresentou melhor performance, comparando-se aos outros segmentos.

Bancos: Ao término do ano de 2015 e com a aquisição do HSBC pelo Banco Bradesco, o segmento bancário brasileiro estava concentrado em 5 principais bancos, sendo 3 deles privados (Itaú Unibanco, Bradesco e Santander) e 2 bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal), representando cerca de 83% dos ativos totais e aproximadamente 86% da carteira de crédito do segmento. O ano de 2015, considerado de crise, foi marcado de forma geral pela mudança de perfil de carteiras de crédito, redução de postos de trabalho e fechamento de agências. Apenas a Caixa Econômica Federal apresentou crescimento em sua carteira de crédito, sendo que os 4 demais grandes bancos focalizaram suas concessões de crédito em linhas de menor risco, como créditos imobiliários, consignados e empréstimos a grandes empresas, modalidades com menores taxas de juros e menores níveis de inadimplência. O Banco Santander foi o único a aumentar seu quadro funcional em 2015, já que os demais bancos implementaram planos de aposentadoria incentivada e efetuaram demissões. O número de agências e postos de atendimento também foi reduzido. A reestruturação foi motivada pela introdução acelerada de novas tecnologias e adequação ao cenário de maior dificuldade econômica. Embora os lucros líquidos tenham se apresentados relevantes em função dos créditos tributários diferidos, os resultados operacionais dos bancos foram menores em 2015 quando comparados a anos anteriores e a 2012. Os principais indicadores macroeconômicos tiveram impactos negativos nos resultados dos bancos em 2015, principalmente no aumento das despesas de intermediação financeira. Em relação ao ano anterior, as despesas com captação no mercado apresentaram alta média de 35% em 2015 devido à elevação da taxa de juros Selic; as despesas com

empréstimos e repasses apresentaram elevação média de 149%, principalmente em virtude da desvalorização cambial. As despesas com provisões para créditos de liquidação duvidosa apresentaram crescimento médio de 41% em 2015 em comparação ao ano anterior. (DIEESE, on-line).

Energia Elétrica: O segmento de energia elétrica é um setor regulado, portanto sujeito a diretrizes do governo federal para regulação técnica, econômica e de projetos. O período compreendido entre 2012 e 2015 foi relevantemente marcado pela medida provisória 579, divulgada em 2012 pela então presidente Dilma Rousseff. A medida foi criada para promover uma redução média de 20% na tarifa de energia elétrica e incentivar a indústria, em troca da renovação antecipada das concessões das empresas; porém, imprevistos relevantes ocasionaram efeitos danosos ao setor. Parte relevante da energia acabou por ficar de fora do pacote de renovações. Essa não adesão de algumas concessionárias deixou algumas distribuidoras de energia descontratadas em um período de tempo, justamente em um momento em que o preço da energia à vista estava nas alturas, devido ao baixo nível de abastecimento dos reservatórios que acabaram por deteriorar as condições de geração de energia. Posteriormente, o setor foi obrigado a recorrer à energia térmica, de maior custo, para garantir o abastecimento de 2013 a 2015. O consequente aumento das tarifas, indenizações a algumas concessionárias pelo governo, empréstimos bancários para socorro às distribuidoras de energia e aporte do Tesouro para redução da tarifa de energia elétrica foram alguns dos efeitos colaterais da medida provisória 579. Para muitos especialistas, a medida provisória 579 trouxe um grande ônus a consumidores, além de insegurança para muitas companhias e investidores. (GAZETA DO POVO, 2016).

A performance do segmento e a insegurança de por parte de investidores pode ser observada através da queda no preço médio das ações entre 2012 e 2015.

4.3. Desempenho dos Segmentos Analisados em 2012 *versus* 2015

Tabela 2 - Taxa Composta Anual de Crescimento (CACR) da Receita Líquida, do Lucro Operacional, do Preço da Ação e Variação na Margem Operacional por Segmento de 2012 para 2015

	Receita Líquida CAGR (2012 vs 2015)	Lucro Operacional CAGR (2012 vs 2015)	Variação Margem Operacional (2012 vs 2015)	Preço da ação CAGR (2012 vs 2015)	Empresas que melhoraram e pioraram o Lucro Operacional		
Alimentos	12,2%	26,6%	43,6%	-3,3%	Pior	6	46,2%
					Melhor	7	53,8%
					total	13	100,0%
Bancos	6,9%	-28,0%	-69,4%	-24,7%	Pior	15	88,2%
					Melhor	2	11,8%
					total	17	100,0%
Energia Elétrica	4,2%	5,7%	4,5%	-13,8%	Pior	13	52,0%
					Melhor	12	48,0%
					total	25	100,0%
Total	7,4%	-15,7%	-51,7%	-13,4%	Pior	34	61,8%
					Melhor	21	38,2%
					total	55	100,0%

Fonte: Elaboração própria

Nota: A receita líquida, lucro operacional e preço da ação foram atualizados em 24,72%, variação do IPCA entre 2012 e 2015 previamente ao cálculo do CAGR.

A Tabela 2 mostra o GAGR - *Compound Annual Growth Rate*, ou taxa composta anual de crescimento da receita líquida, do lucro operacional e do valor da ação para o período entre 2012 e 2015, bem como a variação da margem operacional em 2015 em relação a 2012 para os 3 segmentos analisados e traz como informação adicional o número de empresas de cada segmento que pioraram e melhoraram seus lucros operacionais em 2015 comparativamente a 2012.

Como pode ser observado na Tabela 2, o segmento de alimentos apresentou melhora tanto em termos absolutos (a taxa composta anual de crescimento foi de 12% na receita líquida e de 27% no seu lucro operacional) quanto em termos relativos (a margem operacional aumentou 44%) no período entre 2012 e 2015. Por outro lado, a mesma taxa composta anual de crescimento do preço da ação apresentou-se negativa em 3% para o mesmo período analisado.

Já o setor de energia elétrica apresentou as taxas compostas anuais de crescimento mais discretas, positivas em 4% em sua receita líquida e de 6% no seu lucro operacional, porém negativa em 14% no preço de suas ações. A variação da margem operacional no período compreendido entre 2012 e 2015 apresentou-se positiva, porém discreta, entre 4% e 5% nesse período.

Apenas o setor bancário apresentou uma performance mais adversa em 2015 em relação a 2012: embora tenha apresentado a taxa composta anual de crescimento positiva de 7% na sua receita líquida, essas taxas compostas anuais de crescimento foram negativas em 28% no seu lucro operacional, também negativa em 25% no preço das suas ações, e uma queda acentuada de 69% na variação de sua margem operacional entre 2012 e 2015.

4.4. Nível de Transparência da Remuneração Executiva em 2012 *versus* 2015

Nossa análise sobre o nível de transparência na divulgação da remuneração executiva, medida a partir da verificação dos Formulários de Referência, observou que algumas informações não são divulgadas ou são disponibilizadas com atraso, embora a instrução CVM 480/09, no seu Art. 24, estabeleça que o formulário de referência seja entregue pelo seu emissor atualizado anualmente em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social.

Em nossa primeira análise, procuramos identificar, de forma geral e por segmento, o número de empresas que melhorou, piorou ou que manteve o mesmo nível de divulgação, comparando 2015 ao ano de 2012. A comparação compreendeu tanto as divulgações efetuadas em até cinco meses do encerramento do exercício social anterior (portanto, dentro do prazo determinado pela CVM) quanto as efetuadas em período subsequente (ou seja, divulgadas com atraso), conforme descrito na Tabela 3, a seguir.

Tabela 3 - Segmentos que Melhoraram e Pioraram seus Níveis de Divulgação

	2015 vs 2012 (no próprio ano)				2015 vs 2012 (no ano seguinte)			
	Igual	Pior	Melhor	Total	Igual	Pior	Melhor	Total
Alimentos	4 30,8%	4 30,8%	5 38,5%	13 100%	7 53,8%	3 23,1%	3 23,1%	13 100%
Bancos	13 52,0%	4 16,0%	8 32,0%	25 100%	10 40,0%	5 20,0%	10 40,0%	25 100%
Energia Elétrica	4 23,5%	5 29,4%	8 47,1%	17 100 %	12 70,6%	1 5,9%	4 23,5%	17 100%
Geral	21 38,2%	13 23,6%	21 38,2%	55 100%	29 52,7%	9 16,4%	17 30,9%	55 100%

Fonte: Elaboração própria

Conforme a Tabela 3, quando comparamos as divulgações de remuneração executiva efetuadas dentro do período de 5 meses do encerramento do exercício social anterior, percebemos em geral um equilíbrio entre melhoria e estabilidade no nível de divulgação de 2012 para 2015: das 55 empresas analisadas, 21 (38,2%) empresas melhoraram a divulgação e um número idêntico de empresas manteve em 2015 o mesmo nível de divulgação de 2012, sendo que apenas 13 empresas (23,6%) pioraram a divulgação. Analisando por segmento, é possível perceber que o único setor em que a maioria das empresas não melhorou a divulgação foi o de bancos, no qual a maioria das empresas (52%) manteve o nível de divulgação nos dois anos.

Ao compararmos as divulgações relativas a cada ano, mas efetuadas apenas no período subsequente, verificamos que, tomando a amostra total, o nível de divulgação se manteve constante na maioria das empresas (52,7%). Esse comportamento se manteve nos segmentos de alimentos e energia elétrica, ficando o segmento bancário igualmente dividido entre estabilidade e melhoria (40% dos bancos em cada caso).

A Tabela 4 compara as médias do nível de divulgação das informações sobre remuneração de executivos requeridas pelo Formulário de Referência, comparando os resultados de 2012 versus 2015 considerando, num primeiro momento, as informações divulgadas no período regular (até 5 meses do encerramento do período de competência) e, a seguir, as divulgadas com até um ano de atraso.

Tabela 4 - Média do Percentual de Divulgação no Formulário de Referência – geral e por segmento

	Nº	2012 vs 2015 (no próprio ano)			2012 vs 2015 (no ano seguinte)		
		2012	2015	Test t (p-value)	2012 (em 2013)	2015 (em 2016)	Test t (p-value)
Alimentos	13	74,5%	71,6%	0,539	97,6%	95,7%	0,487
Bancos	25	68,8%	73,5%	0,132	94,5%	97,1%	0,110
Energia Elétrica	17	75,5%	77,3%	0,129	94,3%	96,0%	0,200
Geral	55	73,2%	74,8%	0,301	95,1%	96,3%	0,261

Fonte: Elaboração própria

Ao compararmos a evolução da média do percentual de divulgação ou nível de transparência entre 2012 e 2015, percebemos apenas pequenas variações nas médias, mas essas diferenças

não foram consideradas estatisticamente significativas ao nível de 10%, nem considerando a amostra geral, nem por segmento.

Esses resultados indicam que, embora o ano de 2015 tenha sido por nós considerado de crise, com deterioração dos indicadores econômicos e sociais quando comparados a 2012, o declínio nos níveis de transparência na divulgação da remuneração executiva que poderia ser até esperado não foi observado, permanecendo o nível de divulgação estatisticamente igual nos dois anos.

Uma possível explicação para esse comportamento poderia ser que, considerando que a instrução CVM 480/09 é relativamente recente, tendo iniciado seus efeitos apenas a partir de 2010, as empresas ainda estariam sofrendo o efeito da curva de aprendizagem na divulgação dessas informações. Ou seja, o efeito do ganho de experiência pelas empresas no cumprimento dos requisitos obrigatórios de divulgação entre 2012 e 2015 pode ter prevalecido sobre a tendência de omitir informações em tempos de crise.

Outra possível explicação para a manutenção do nível de divulgação seria que as empresas podem temer o efeito negativo sobre o mercado de deixar de divulgar em tempos de crise uma informação que vinha sendo normalmente divulgada anteriormente.

Também é possível perceber pela Tabela 4 que a média do percentual de divulgação para ambos os anos é bastante diferente se compararmos as informações divulgadas em até 5 meses do término do exercício social (73,2% em 2012 e 74,8% em 2015) com as informações divulgadas apenas no período subsequente (95,1% em 2012 e 96,3% em 2015).

Um maior detalhamento dessa questão de atraso na divulgação de informações pode ser observado na Tabela 5 a seguir, que mostra o nível de divulgação de cada um dos 16 subitens que integram o tópico 13-Remuneração dos Administradores do formulário de referência, permitindo identificar as questões menos respondidas, tanto considerando o prazo regulamentar quanto apenas no ano seguinte.

Com base nas informações requeridas em cada uma das 16 questões que integram o tópico de remuneração executiva, acreditamos que as informações mais relevantes sejam as questões 1-Política/prática de remuneração, 5-Participações detidas por órgão, 11-Remuneração máxima, mínima e média, 13-Remuneração partes relacionadas na remuneração e a questão 15-Remuneração reconhecida – controlador/controlada. É possível observar na Tabela 5 que, dos 5 tópi-

cos citados acima, 4 deles possuem os níveis de resposta mais baixos, principalmente se considerarmos as informações disponíveis no próprio ano de competência, tanto para 2012 quanto para 2015.

Adicionalmente, 2 dessas mesmas questões apresentaram nível de divulgação inferior à média geral das respostas em ambos os anos, tanto no prazo regulamentar quanto no prazo seguinte, sendo elas a questão 11- Remuneração máxima, mínima e média e a questão 13- Percentual de partes relacionadas na remuneração.

Nota-se que a questão 11- Remuneração máxima, mínima e média é a questão com o menor índice de resposta em ambos os anos para os três segmentos analisados. Se considerarmos apenas as informações entregues no prazo regulamentar de 5 meses do encerramento do exercício, nenhuma das empresas divulgou essa informação nem para 2012 nem para 2015. Mesmo considerando as divulgações disponibilizadas apenas um ano depois, essa é a informação menos divulgada, tendo as informações relativas a 2012 sido apresentadas por 78% das empresas e as de 2015, por apenas 75% delas.

Tabela 5 - Nível de Divulgação por Questão

Questões	Informação de 2012										Informação de 2015									
	Disponível no próprio ano				Disponível apenas no ano seguinte				Variação		Disponível no próprio ano				Disponível apenas no ano seguinte				Variação	
	Alimentos	Bancos	Energia	Média	Alimentos	Bancos	Energia	Média			Alimentos	Bancos	Energia	Média	Alimentos	Bancos	Energia	Média		
1	100%	100%	92%	96%	100%	100%	96%	98%	2%		100%	100%	92%	96%	100%	100%	96%	98%	2%	
2	77%	82%	76%	78%	100%	100%	92%	96%	18%		69%	94%	88%	85%	100%	100%	100%	100%	15%	
3	77%	53%	96%	78%	100%	100%	100%	100%	22%		85%	65%	96%	84%	100%	100%	100%	100%	16%	
4	100%	88%	100%	96%	100%	100%	100%	100%	4%		100%	88%	100%	96%	100%	100%	100%	100%	4%	
5	62%	71%	60%	64%	92%	94%	92%	93%	29%		69%	47%	48%	53%	92%	100%	96%	96%	44%	
6	69%	76%	96%	84%	92%	94%	100%	96%	13%		77%	76%	92%	84%	85%	100%	100%	96%	13%	
7	54%	76%	96%	80%	100%	100%	100%	100%	20%		54%	76%	96%	80%	92%	100%	100%	98%	18%	
8	62%	71%	92%	78%	100%	100%	100%	100%	22%		54%	82%	92%	80%	92%	100%	96%	96%	16%	
9	85%	88%	100%	93%	100%	94%	100%	98%	5%		62%	94%	100%	89%	92%	100%	100%	98%	9%	
10	100%	71%	64%	75%	100%	94%	92%	95%	20%		92%	76%	68%	76%	100%	100%	100%	100%	24%	
11	0%	0%	0%	0%	85%	71%	80%	78%	78%		0%	0%	0%	0%	85%	71%	72%	75%	75%	
12	92%	94%	84%	89%	100%	94%	88%	93%	4%		92%	94%	88%	91%	100%	94%	96%	96%	5%	
13	54%	12%	28%	29%	92%	82%	80%	84%	55%		31%	29%	28%	29%	92%	88%	88%	89%	60%	
14	77%	88%	96%	89%	100%	100%	100%	100%	11%		69%	88%	96%	87%	100%	100%	100%	100%	13%	
15	85%	47%	56%	60%	100%	94%	96%	96%	36%		92%	65%	64%	71%	100%	100%	96%	98%	27%	
16	100%	82%	72%	82%	100%	94%	92%	95%	13%		100%	100%	88%	95%	100%	100%	96%	98%	4%	
Total	75%	69%	76%	73%	98%	94%	94%	95%	22%		72%	74%	77%	75%	96%	97%	96%	96%	21%	

Fonte: Elaboração própria

Tal fato certamente se deve à liminar concedida pela 5ª Vara Cível Federal do Rio de Janeiro, em 2010, ao Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro (IBEF-RJ), suspendendo temporariamente os efeitos da instrução normativa da CVM, o que possibilitou aos associados do IBEF o direito de não divulgar as informações detalhadas do item 13.11 do Formulário de Referência, a remuneração máxima, mínima e média dos órgãos da administração.

Das 55 empresas analisadas, 10 empresas (18%) possuem liminar para não divulgar o referido tópico, com maior destaque para o segmento de bancos, no qual 5 dos 17 bancos possuem liminar (29%). Verificamos em 2015 um discreto aumento na adesão de empresas a essa liminar, comparado a 2012, através da queda do percentual de empresas que divulgaram essa informação, de 78% para 75%.

Esses resultados coincidem com os da mencionada pesquisa de remuneração dos administradores realizada pelo IBGC em sua 6ª edição (IBGC, 2018), cujo acompanhamento do uso da referida liminar entre a pesquisa anterior de 2012 e 2013 e o ano de 2016, conclui haver um aumento discreto de adesão de empresas ao uso da liminar.

A questão 13- Percentual de partes relacionadas na remuneração também é relativamente pouco respondida. Se considerarmos apenas as informações disponibilizadas no prazo regulamentar, nota-se que apenas 29% das empresas analisadas divulgaram essa informação sobre os dois anos analisados. Considerando as divulgações em atraso, 84% das empresas divulgaram essa informação para 2012 e 89% para 2015.

Esses resultados estão condizentes com os encontrados por Santos, Ponte e Mapurunga (2014), que, analisando o nível de divulgação das informações requeridas pelo IFRS nas Notas Explicativas de 2010 das empresas brasileiras, identificaram a divulgação de transações com partes relacionadas (IAS 37) como um dos temas menos divulgados pelas empresas (foram divulgadas em média apenas 11,4% das informações requeridas pela norma).

Uma outra questão semelhante à questão 13, a questão 15- Remuneração reconhecida – controlador/controlada, também é pouco divulgada no prazo regulamentar, tendo sido divulgada por 60% das empresas para 2012 e 71% para 2015. No entanto, considerando a informação disponibilizada apenas no ano seguinte, essa questão já passa a ser bem divulgada (foi divulgada por 96% das empresas para 2012 e 98% para 2015).

Esses resultados reforçam o argumento de que há espaço para melhoria nos níveis de divulgação sobre remuneração de executivos no Brasil, principalmente em relação ao prazo previsto no art.

24 da Instrução CVM 480/09, pelo qual o emissor deve entregar o formulário de referência atualizado anualmente, em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social.

Embora os resultados deste estudo indiquem que, mesmo que com atraso de um ano, mais de 95% das informações requeridas sobre remuneração de executivos são divulgadas pelas empresas, o atraso na divulgação traz prejuízos reais à transparência, uma vez que a informação perde relevância para o usuário quando não é disponibilizada a tempo.

4.5. Comportamento da Remuneração Variável em Períodos de Estabilidade e de Crise Econômica

De forma a prover um entendimento sobre os dados levantados de remuneração executiva, a Tabela 6 sumariza o número de empresas que utilizaram as diversas formas de remuneração por pelo menos um de seus órgãos de administração e os valores médios pagos a cada órgão para os anos de 2012 e 2015, considerando tanto a amostra como um todo como cada segmento. Essa análise é útil para compararmos as estratégias adotadas pelos segmentos para os tipos de remuneração em cada um dos anos e compreender o perfil do pacote remuneratório entre os órgãos da administração.

Tabela 6 - Variação na Média das Remunerações e no Número de Empresas por Tipo de Remuneração

<u>Geral</u>		<u>2012</u>					<u>2015</u>					<u>2012 vs 2015</u>		
Tipo Rem.	nº Total	\$ Total	\$ Cons.		\$ Dir.	\$ Cons.	nº Total	\$ Total	\$ Cons.		\$ Dir.	\$ Cons.	var. geral nº	var. geral \$
			Adm.	Executiva					Adm.	Executiva				
Fixa	55	12.557	2.128	10.336		382	55	12.685	2.221	10.362		414	0%	1%
Variável	45	13.699	3.285	12.820		45	39	11.373	1.402	10.868		31	-13%	-17%
Pós-emprego	17	18.896	8.315	15.473		-	20	11.430	3.762	10.111		52	18%	-40%
Cessação de cargo	6	2.777	-	2.777		-	5	5.762	2.373	4.813		-	-17%	107%
Baseado em ações	13	16.010	4.641	14.582		-	16	21.548	6.305	20.366		-	23%	35%
Total	55	33.693	4.280	29.709		384	55	31.698	3.510	28.436		416	0%	-6%

<u>Alimentos</u>		<u>2012</u>					<u>2015</u>					<u>2012 vs 2015</u>		
Tipo Rem.	nº Total	\$ Total	\$ Cons.		\$ Dir.	\$ Cons.	nº Total	\$ Total	\$ Cons.		\$ Dir.	\$ Cons.	var. geral nº	var. geral \$
			Adm.	Executiva					Adm.	Executiva				
Fixa	13	8.009	1.931	5.957		319	13	8.311	2.408	5.843		290	0%	4%
Variável	9	4.453	1.386	4.299		-	9	4.558	3.835	4.132		-	0%	2%
Pós-emprego	1	2.948	915	2.033		-	2	1.470	872	1.008		52	100%	-50%
Cessação de cargo	1	1.126	-	1.126		-	1	25.967	4.746	21.220		-	0%	2206%
Baseado em ações	3	4.109	-	4.109		-	6	3.738	-	3.738		-	100%	-9%
Total	13	12.354	2.123	10.124		319	13	15.416	3.196	12.216		295	0%	25%

<u>Bancos</u>		<u>2012</u>					<u>2015</u>					<u>2012 vs 2015</u>		
Tipo Rem.	nº	\$ Total	\$ Cons.		\$ Dir.	\$ Cons.	nº	\$ Total	\$ Cons.		\$ Dir.	\$ Cons.	var. geral nº	var. geral \$
			Adm.	Executiva					Adm.	Executiva				
Fixa	17	26.683	4.251	22.063		419	17	26.649	4.169	22.076		491	0%	0%
Variável	14	37.775	5.283	35.133		-	12	28.776	1.952	27.637		-	-14%	-24%
Pós-emprego	4	78.463	19.081	64.152		-	4	55.576	8.459	49.232		-	0%	-29%
Cessação de cargo	2	6.562	-	6.562		-	2	1.115	1	1.115		-	0%	-83%
Baseado em ações	6	31.833	4.641	28.739		-	7	44.467	6.305	41.765		-	17%	40%
Total	17	88.260	10.885	77.006		419	17	78.480	7.578	70.497		491	0%	-11%

<u>Energia Elétrica</u>		<u>2012</u>					<u>2015</u>					<u>2012 vs 2015</u>		
Tipo Rem.	nº	\$ geral	\$ Cons.		\$ Dir.	\$ Cons.	nº	\$ geral	\$ Cons.		\$ Dir.	\$ Cons.	var. geral nº	var. geral \$
			Adm.	Executiva					Adm.	Executiva				
Fixa	25	5.317	780	4.401		390	25	5.463	806	4.512		428	0%	3%
Variável	22	2.160	264	2.108		45	18	3.177	354	3.056		31	-18%	47%
Pós-emprego	12	370	15	366		-	14	240	28	234		-	17%	-35%
Cessação de cargo	3	805	-	805		-	2	307	-	307		-	-33%	-62%
Baseado em ações	4	1.199	-	1.199		-	3	3.692	-	3.692		-	-25%	208%
Total	25	7.683	824	6.816		394	25	8.353	894	7.427		432	0%	9%

Fonte: Elaboração própria

Nota: \$ = remuneração média em R\$ 1.000. As médias das remunerações do ano de 2012 foram atualizadas em 24,72%, variação do IPCA entre 2012 e 2015.

Alimentos: Conforme já observado, o segmento de alimentos gerou entre 2012 e 2015 crescimento em seu lucro operacional, com a maior parte das empresas com melhor performance em 2015. Observamos que, mesmo com a melhor performance geral neste segmento, o número de empresas que adotaram a remuneração variável como parte de seu pacote remuneratório manteve-se estável, com 9 das 13 empresas adotando esse tipo de remuneração, com um aumento discreto de 2% nos valores médios pagos. Já o dobro de empresas aderiu à remuneração baseada em ações em 2015 em comparação com 2012 (3 das 13 empresas de alimentos tinham remuneração baseada em ações em 2012 contra 6 empresas em 2015), embora os valores médios tenham recuado 9% nesse tipo de remuneração. Ou seja, mesmo com resultados favoráveis em 2015, percebemos que houve um aumento da preferência por incluir a remuneração baseada em ações, que, além de reter os executivos e alinhar seus interesses com os dos acionistas na busca por metas de médio e longo prazos, em épocas de crise evita o desembolso imediato de recursos da empresa. O aumento expressivo observado em 2015 a título de cessação de cargo foi originado pela empresa BRF S.A., em virtude da cessação de cargo de membros de sua diretoria executiva e conselho de administração, no montante de R\$21,2M e R\$4,7M, respectivamente.

Bancos: Em 2015, o setor bancário apresentou uma queda de 14% no número de empresas que optaram por utilizar a remuneração variável de curto prazo em relação a 2012 e redução de 24% nos valores médios pagos nesse tipo de remuneração, refletindo a performance de lucro operacional inferior no segundo ano analisado. Além disso, houve um crescimento de 17% no número de empresas que optaram por adotar a remuneração baseada em ações em 2015 quando comparado a 2012 e um aumento de 40% nos valores médios pagos em ações neste segundo ano, reforçando a preferência pela adoção de incentivos de longo prazo que preservem o fluxo de caixa da empresa em períodos de crise, além de alinharem interesses de longo prazo entre os administradores e acionistas.

Energia elétrica: Observamos no setor de energia elétrica que, mesmo tendo apresentando taxa composta de crescimento anual (GACR) de 4,2% em sua receita líquida e 5,7% em seu lucro operacional entre 2012 e 2015 e variação positiva de 4,5% em sua margem operacional, a taxa composta de crescimento anual do preço de suas ações caiu 3,3% entre 2012 e 2015. O número de empresas que aderiu à remuneração variável de curto prazo foi reduzido de 22 empresas em 2012 para 18 empresas em 2015, ou seja, 18% menor, embora um aumento de 47% nos valores médios pagos tenha sido observado. A remuneração baseada em ações também apresentou redução de 1 empresa nesse segundo ano, embora a média dos valores pagos tenha crescido 208%.

Lembramos que o segmento de energia elétrica possui algumas empresas de economia mista, nas quais o governo está entre seus principais acionistas e a remuneração executiva baseada em ações é menos comum nesse segmento. Adicionalmente, o número de empresas deste setor que apresentou o benefício pós-emprego (previdência privada) cresceu 17% em 2015, sendo este um outro mecanismo de retenção a médio e longo prazos.

De forma geral, foi possível observar que o único órgão da administração que participa de forma mais abrangente entre os diversos proventos de remuneração é a diretoria executiva. A remuneração baseada em ações é oferecida aos membros do conselho de administração apenas no segmento de bancos, não se fazendo presente nos segmentos de alimentos e energia elétrica. Já o conselho fiscal tem sua remuneração quase que praticamente baseada apenas na remuneração fixa.

Na Tabela 2, apresentada anteriormente, já havíamos apurado que, de nossa amostra de 55 empresas, 21 delas apresentaram melhora em seus resultados operacionais em 2015, enquanto que 34 delas apresentaram resultados operacionais inferiores nesse ano. Com base nas empresas que melhoraram e pioraram seus resultados operacionais, efetuamos uma nova análise do número de empresas que utilizaram as formas de remuneração por pelo menos um de seus órgãos de administração e das médias das remunerações pagas em cada ano a cada órgão, visando um entendimento adicional do comportamento desses dois grupos entre os anos, conforme Tabela 7, a seguir.

Tabela 7 - Média das Remunerações pagas por órgão entre as Empresas que Melhoraram e Pioraram o Lucro Operacional

Melhoraram Lucro Operacional												
Tipo Rem.	2012					2015					2012 vs 2015	
	nº Total	\$ Total	\$ Cons. Adm.	\$ Dir. Executiva	\$ Cons. Fiscal	nº Total	\$ Total	\$ Cons. Adm.	\$ Dir. Executiva	\$ Cons. Fiscal	var. geral nº	var. geral \$
Fixa	21	6.674	1.463	4.944	313	21	7.148	1.614	5.237	367	0%	7%
Variável	16	2.889	552	2.749	38	15	3.379	985	2.983	39	-6%	17%
Pós-emprego	5	889	308	704	-	9	507	304	400	52	80%	-43%
Cessação de cargo	3	774	-	774	-	3	8.860	4.746	7.278	-	0%	1044%
Baseado em ações	4	3.599	-	3.599	-	6	5.377	-	5.377	-	50%	49%
Total	21	9.883	1.612	8.002	315	21	12.581	2.165	10.115	372	0%	27%

Pioraram Lucro Operacional												
Tipo Rem.	2012					2015					2012 vs 2015	
	nº Total	\$ Total	\$ Cons. Adm.	\$ Dir. Executiva	\$ Cons. Fiscal	nº Total	\$ Total	\$ Cons. Adm.	\$ Dir. Executiva	\$ Cons. Fiscal	var. geral nº	var. geral \$
Fixa	34	16.191	2.552	13.767	427	34	16.104	2.607	13.623	443	0%	-1%
Variável	29	19.662	4.652	18.377	52	24	16.369	1.715	15.796	22	-17%	-17%
Pós-emprego	12	26.399	14.320	21.626	-	11	20.367	6.355	18.056	-	-8%	-23%
Cessação de cargo	3	4.780	-	4.780	-	2	1.115	1	1.115	-	-33%	-77%
Baseado em ações	9	21.525	4.641	19.463	-	10	31.251	6.305	29.360	-	11%	45%
Total	34	48.399	5.978	43.523	429	34	43.505	4.366	40.094	444	0%	-10%

Fonte: Elaboração própria

Nota: \$ = remuneração média em R\$ 1.000. As médias das remunerações do ano de 2012 foram atualizadas em 24,72%, variação do IPCA entre 2012 e 2015.

Pela análise da Tabela 7 foi possível observar uma mudança no comportamento das empresas em ano de maior dificuldade econômica através da transferência dos componentes de remuneração de curto prazo para longo prazo, tanto entre empresas que melhoraram seu desempenho de curto prazo em 2015 (aumentaram seu lucro operacional) quanto as que pioraram seus resultados. O número de empresas que ofereceram a remuneração variável de curto prazo caiu bem mais entre as empresas que pioraram seu desempenho (-17%) do que entre empresas que melhoraram seu desempenho (-6%), refletindo a performance de resultados.

Além disso, nota-se que, dentre as que melhoraram seu desempenho em 2015, houve um crescimento de 50% no número de empresas que adotaram a remuneração baseada em ações, mas dentre as empresas que pioraram seu desempenho, esse crescimento foi de 11%. Adicionalmente, em termos de valor médio pago a título de remuneração baseada em ações, nota-se que, entre as empresas que melhoraram sua performance esse valor cresceu 49%. Entre as empresas com pior performance nos seus resultados operacionais, o número de empresas que ofereceu

esse tipo de remuneração cresceu de 9 empresas em 2012 para 10 empresas em 2015, e o valor médio pago foi também 45% maior.

Essa diferença na intensidade da tendência de transferência de componentes remuneratórios de curto prazo para longo prazo sugere que dois comportamentos complementares, quais sejam, uma tendência de aumentar o alinhamento das metas e incentivos de longo prazo dos executivos aos interesses de acionistas e uma tendência de preservar o fluxo de caixa das companhias em períodos de crise.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisa o nível de transparência da remuneração executiva e o comportamento da remuneração variável no Brasil em um ano de estabilidade (2012) e em um ano de crise econômica (2015) em três setores econômicos: alimentos, bancos e energia elétrica.

Embora o ano de 2015 tenha sido um ano de crise quando comparamos a 2012 e um certo declínio nos níveis de transparência na divulgação da remuneração executiva pudesse ser esperado, não foi possível a constatação de alteração nos níveis de divulgação.

Uma possível explicação para esse comportamento poderia ser que, considerando que a Instrução CVM 480/09 é relativamente recente, tendo iniciado seus efeitos apenas a partir de 2010, as empresas ainda estariam sofrendo o efeito da curva de aprendizagem na divulgação dessas informações. Ou seja, o efeito do ganho de experiência pelas empresas no cumprimento dos requisitos obrigatórios de divulgação entre 2012 e 2015 pode ter prevalecido sobre a tendência de omitir informações em tempos de crise.

Outra possível explicação para a manutenção do nível de divulgação seria que as empresas podem temer o efeito negativo sobre o mercado de deixar de divulgar em tempos de crise uma informação que vinha sendo normalmente divulgada anteriormente.

No entanto, foi observado que há um grande espaço para melhoria nos níveis de divulgação, principalmente com relação ao prazo previsto no art. 24 da Instrução CVM 480/09, que prevê a obrigatoriedade por parte do emissor em entregar o formulário de referência atualizado anualmente, em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social, pois

muitas informações são disponibilizadas apenas no ano seguinte. O grande espaço para melhoria na divulgação da questão 13.11-remuneração máxima, mínima e média, que não foi divulgada por nenhuma empresa no prazo regulamentar e foi divulgada por apenas 75% das empresas no ano seguinte pode estar se regularizando, com a recente queda da liminar do IBEF em maio de 2018 e ofício CVM nº 4/2018 de 13 de junho de 2018, que obrigou a reapresentação dos formulários de referência até no máximo dia 25 de junho de 2018. Futuros estudos acerca do tema de divulgação da remuneração executiva poderão acompanhar os níveis de divulgação deste item.

As análises efetuadas sobre o comportamento da remuneração variável de curto prazo mostraram que, tomando-se a amostra como um todo, o número de empresas que ofereceram tal remuneração caiu 13% em 2015, quando comparado a 2012, de 45 para 39 empresas, com redução no número de empresas nos segmentos de bancos e energia elétrica e apenas mantendo-se estável no segmento de alimentos. Os valores médios pagos de remuneração variável de curto prazo mostraram-se estáveis no segmento de alimento e inferiores no segmento de bancos, refletindo a performance inferior de seus resultados operacionais em 2015.

Além disso, observamos que, de forma geral, houve uma migração da remuneração variável de curto prazo para a remuneração baseada em ações. Como já comentado inicialmente, a remuneração variável de curto prazo deixou de ser adotada por 13% das empresas em 2015 em relação a 2012, enquanto a remuneração baseada em ações passou a ser utilizada como mecanismo de remuneração por 23% a mais de empresas no segundo ano analisado. A média dos valores pagos a título de remuneração baseada em ações cresceu 35% de maneira geral, representada pelo aumento de 40% nos valores médios pagos no segmento de bancos e 208% superior no segmento de energia elétrica, embora uma redução de 9% nos montantes médios pagos no segmento de alimentos tenha sido observada. Apesar de os segmentos terem apresentado performances de seus resultados operacionais diferentes entre si em 2015 quando comparados a 2012 e embora os efeitos da crise econômica não tenham afetado a performance de resultados de todos os segmentos analisados, foi possível constatar a maior utilização da remuneração de longo prazo baseada em ações. Esta conclusão ilustra a busca por mecanismos de remuneração que preservem o fluxo de caixa das empresas e alinhem interesses dos acionistas e executivos, através de metas de longo prazo.

No entanto, é importante destacar que esses resultados devem ser tomados com reserva, principalmente porque o fato de 2015 não ter se demonstrado como um ano de crise no desempenho

operacional das empresas de alguns setores certamente prejudicou as conclusões. Além disso, este trabalho se limitou a uma análise exploratória e descritiva dos dados, abrangendo apenas 55 empresas de três setores e em apenas dois anos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABERNETHY, M. A.; BOUWENS, J.; LENT, L. The role of performance measures in the intertemporal decisions of business unit managers. **Contemporary Accounting Research**. v. 30, n. 3, p. 925-961, 2013.
- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**. v. 21, n. 4, p. 545-568, 2017.
- ALERKOF, G. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**. v. 84, n. 3, p. 489, 1970.
- ALVES, M. F. R.; KRAUTER, E. Remuneração executiva: existe contribuição para a performance da organização? **GCG: Revista de Globalización, Competitividad & Gobernabilidad**. v. 8, n. 2, p. 55-69, 2014.
- BAKER, G. P.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Compensation and incentives: practice vs. theory. **The Journal of Finance**. v. 43, n. 3, p. 593-616, 1988.
- BENMELECH, E.; KANDEL, E.; VERONESI P. Stock-based compensation and CEO (dis)incentives. **Quarterly Journal of Economics**. v. 125, n. 4, p. 1769-1820, 2010.
- BEUREN, I. M.; SILVA, J. O. Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**. v. 34, n. 3, p. 95-124, 2015.
- BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração FACES Journal**. v. 13, n. 2, p. 9-25, 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das Taxas de Juros**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>. Acesso em: 04 dez. 2017, 11:10:00.
- BM&FBOVESPA. **Consulta a Formulários de Referência de Empresas Listadas**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 29 jan. 2018.
- BRASIL. Congresso Nacional. **Lei Complementar Nº 131**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp131.htm>. Acesso em: 07 fev. 2018.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Deliberação CVM nº 560**, de 11 de dezembro de 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli560.html>>. Acesso em: 06 fev. 2018, 10:15:00.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>>. Acesso em: 28 jan. 2018, 09:27:20.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício-Circular CVM/SEP 04/2018**, de 13 de junho de 2018. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0418.html>>. Acesso em: 6 jul. 2018, 09:30:00.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Mudanças nas Regras de Registro de Emissores**, de 8 de junho de 2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170608-2.html>>. Acesso em: 16 fev. 2018, 15:35:00.

CORE, J. E.; GUAY, W. R. Is CEO pay too high and are incentives too low? A wealth-based contracting framework. **Academy of Management Perspectives** v. 24, n. 1, p. 5-19, 2010.

COSTA, C. M.; GALDI, F. C.; MOTORI, F. Y. S.; SANCHEZ, J. M. Non-compliance in executive compensation disclosure: the brazilian experience. **Journal of Business Finance & Accounting**. v. 43, n. 3-4, p. 329-369, 2016.

DEGENHART, L.; MARTINS, D. L. C. C.; HEIN, N. Desempenho econômico-financeiro e remuneração dos diretores executivos das empresas brasileiras. **Enfoque**. v. 36, n. 3, p. 118-135, 2017.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS (DIEESE). **Desempenho dos Bancos 2015**. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/desempenhodosbancos/2015/desempenhoBancos2015.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2018, 01:40:00.

FERNANDES, F. C.; MAZZIONI, S. A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. v. 26, n. 2, p. 41-64, 2015.

GAZETA DO POVO. **Caos no Setor Elétrico já Custou Mais de R\$110 Bilhões em Quatro Anos**, de 19 de agosto de 2016. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/economia/energia-e-sustentabilidade/caos-do-setor-eletrico-ja-custou-mais-de-r-110-bilhoes-em-quatro-anos-en3kmuzuyr4jv2313kw255j6e>>. Acesso em: 13 ago. 2018, 22:15:00.

GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A compensação dos gestores, a sustentabilidade empresarial e a performance das empresas brasileiras. **Revista de Administração da UNIMEP**. V. 13, n. 2, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Consulta a Séries Históricas**. Disponível em: <<https://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx>>. Acesso em 4 dez. 2017, 10:15:15

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Pesquisa Remuneração dos Administradores**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/publicacoes/Publicacao-IBGCPesquisa-Remuneracao-6aEdicao.pdf>>. Acesso em 10 mai. 2018, 08:30:30

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics** v. 3, p. 308, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. CEO incentives – it's not how you pay, but how. **Journal of Applied Corporate Finance** v. 68, n. 3, p. 138-149, 2010.

KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**. v. 7, n. 3, p. 259-273, 2013.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. **Journal of Finance and Economics**. v. 7, n. 1-3, p. 11-42, 1985.

- LINS, J.; MALVESSI, O. L. Remuneração executiva e geração de valor. **Práticas e Resultados das empresas do IGC da B3 (BM&FBovespa/Cetip)**, n. 3, 2017.
- OLIVA, E. C.; ALBUQUERQUE, L. G. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. v. 4, n. 1, p. 61-73, 2007.
- OYADOMARI, J. C. T.; CESAR, A. M. R. V. C.; SOUZA, E. F.; OLIVEIRA, M. A. Influências da remuneração de executivos na congruência de metas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**. v. 6, n. 12, p. 53-73, 2009.
- PALETTA, A.; ALIMEHMETI, G. Sox disclosure and the effect of internal controls on executive compensation. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**. v. 33, p. 277-295, 2018.
- POPOVIĆ, M.; KUZMANOVIĆ, M.; GUŠAVAC, B.A. The agency dilemma: information asymmetry in the “principal-agent” problem. **Management**. v. 62, p. 15, 2012.
- SILVA, P. C. C. **Transparência de remuneração de executivos e governança corporativa no Brasil**. Dissertação de Mestrado – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.
- SANTOS, E. S.; PONTE, V. M. R.; MAPURUNGA, P. V. R. Mandatory IFRS adoption in Brazil (2010): index of compliance with disclosure requirements and some explanatory factors of firms reporting. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**. v. 25, n. 65, p. 161-176, 2014.
- SANTOS, T. R.; SILVA, J. O. Remuneração de executivos: uma análise dos artigos nacionais e internacionais na última década. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**. v. 7, n. 2, p. 265-283, 2017.
- SUN, L. Executive compensation and contract-driven earnings management. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**. v. 8, n. 2, p. 111-127, 2012.
- VASCONCELOS, A. F.; MONTE, P. A. A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. **ReCont: Registro Contábil**. v. 4, n. 1, p. 1-17, 2013.

ANEXO

Lista das Empresas da Amostra – Valores Nominais de Receita Líquida e Remuneração Total.

	Receita líquida (\$)		Remuneração total (\$)	
	2012	2015	2012	2015
<u>Alimentos</u>				
BrasilAgro - Cia Brasileira Propriedades Agrícolas	146.218	374.565	6.784	10.241
BRF S.A.	28.517.383	32.196.601	46.588	80.231
Excelsior Alimentos S.A.	95.813	113.799	770	855
JBS S.A.	75.696.710	162.914.526	10.569	14.549
Josapar - Joaquim Oliveira S.A.	930.344	1.056.831	4.703	9.413
M. Dias Branco S.A.	3.545.152	4.622.164	14.912	17.544
Marfrig Global Foods S.A.	16.516.366	19.549.362	14.437	24.255
Minerva S.A.	4.379.891	9.524.797	3.341	7.250
Minupar Participações S.A.	300.631	207.304	1.220	137
Pomifrutas S.A.	49.316	37.352	229	247
São Martinho S.A.	1.366.990	1.916.044	14.751	21.347
SLC Agrícola S.A.	1.118.743	1.761.581	5.606	9.232
Terra Santa Agro S.A.	809.493	931.127	4.856	5.107
	Receita líquida (\$)		Remuneração total (\$)	
	2012	2015	2012	2015
<u>Bancos</u>				
Alfa Holdings S.A.	337.298	1.343	1.906	2.289
Banco ABC Brasil S.A.	1.718.481	4.291.064	44.899	89.670
Banco Alfa de Investimentos	1.220.113	1.682.019	11.889	15.830
Banco Bradesco S.A.	100.120.492	204.265.173	556.778	484.789
Banco da Amazônia S.A.	1.842.212	2.882.965	3.309	4.172
Banco do Brasil S.A.	140.780.878	213.816.769	44.548	60.148
Banco Estado de Sergipe	667.567	847.205	2.795	3.425
Banco Estado Rio Grando do Sul S.A. - Banrisul	7.108.674	12.884.373	2.818	4.604
Banco Indusval S.A.	740.202	712.661	12.738	4.595
Banco Mercantil do Brasil	2.836.558	3.967.415	14.874	20.770
Banco Pan S.A.	5.903.273	8.430.840	7.512	16.103
Banco Pine S.A.	1.100.426	1.198.741	35.532	33.564
Banco Santander Brasil	62.177.959	73.162.001	268.207	244.998
Banestes S.A. - Banco Estado Espírito Santo	1.484.037	2.752.009	3.052	4.488
BRB Banco de Brasília S.A.	2.480.618	3.213.254	7.266	7.258
Itau Unibanco Holding S.A.	127.204.000	165.478.000	173.539	324.947
Itausa - Investimentos Itau S.A.	4.883.000	4.885.000	11.372	12.503

	Receita líquida (\$)		Remuneração total (\$)	
	2012	2015	2012	2015
<u>Energia Elétrica</u>				
Aflente Transmissão de Energia Elétrica S.A.	28.242	27.417	47	56
Alupar Investimento S.A.	1.201.224	1.493.559	8.050	8.350
Ampla Energia e Serviços S.A.	3.690.989	5.163.415	5.297	8.415
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	33.648.066	32.588.838	6.451	7.890
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	4.414.979	7.051.528	6.771	7.349
Cia. Celg de Participações - Celgpar	59.160	50.529	1.434	3.010
CTEEP - Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	2.014.998	1.287.130	7.084	9.315
Cia. Eletricidade Estado da Bahia - Coelba	5.813.614	6.756.601	5.552	8.565
Cia. Energética Brasília	1.629.532	2.396.004	705	1.250
Cia. Energética de Pernambuco - Celpe	3.545.861	4.575.630	3.336	5.949
Cia. Energética do Ceará - Coelce	2.893.720	4.126.540	8.821	12.895
Cia. Energética do Rio Grande do Norte - Cosem	1.418.335	1.785.930	2.684	3.273
Cia. Energética de Minas Gerais - Cemig	14.137.358	21.867.842	11.631	15.470
Cia. Estadual de Distrib. Energia Elétrica - CEED-D	2.188.950	3.558.058	2.172	2.107
Cia. Estadual de Ger. Transm. Energia Elétrica - CEEE-GT	952.863	661.254	1.614	2.155
Cia. Paranaense de Energia - Copel	8.493.252	14.945.844	10.898	8.698
CPFL Energia S.A.	14.890.875	20.599.212	16.636	16.419
Rio Parapanema Energia S.A.	1.103.168	1.216.220	6.892	9.836
EDP - Energias do Brasil S.A.	6.454.488	10.260.434	3.780	7.036
Elektro Redes S.A.	3.569.543	5.613.762	10.167	14.989
Energisa Mato Grosso - Distribuidora Energia S.A.	2.344.799	3.564.422	3.123	4.805
Energisa S.A.	2.919.079	12.178.539	423	1.035
Equatorial Energia S.A.	2.884.496	7.134.673	7.888	21.541
Light S.A.	7.182.360	10.912.673	15.981	18.606
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.	1.126.865	1.542.465	6.572	9.802

Fonte: Bloomberg

Notas: \$ = valores em R\$ 1.000. Valores de Receita Líquida e Remuneração total do ano de 2012 em valores nominais, não atualizados em 24,72%, variação do IPCA entre 2012 e 2015.